



GRADO EN ADMINISTRACIÓN Y DIRECCIÓN DE EMPRESAS

CURSO ACADÉMICO 2015/2016

TRABAJO FIN DE GRADO

Mención en Finanzas

**VALORACIÓN Y ADQUISICIÓN DE EMPRESAS:
VALORACIÓN OFERTA DE OPA DE CAIXABANK SOBRE BPI**

**VALUATION AND ACQUISITION OF BUSINESS:
VALUATION OF THE BID OFFER DONE BY CAIXABANK OVER BPI**

AUTOR:

Rubén Puente Valbuena

TUTORA:

Belén Díaz Díaz

Septiembre 2016

Índice de contenidos

1	RESUMEN.....	- 6 -
1.1	Resumen	- 6 -
1.2	Abstract	- 7 -
2	INTRODUCCIÓN.....	- 8 -
2.1	Tendencia de las M & A.....	- 8 -
2.2	Contextualización del Sector	- 11 -
2.2.1	Introducción a Caixabank Y BPI	- 11 -
2.3	Análisis de la OPA de Caixabank sobre BPI.....	- 12 -
2.3.1	Tipos de OPA	- 12 -
2.3.2	Motivos para realizar una OPA	- 13 -
3	VALORACIÓN DE EMPRESA OBJETIVO.....	- 16 -
3.1	Valor teóricos contable	- 16 -
3.2	Valor Liquidativo de la Sociedad.....	- 17 -
3.3	Método de Cotización media ponderada.....	- 18 -
3.4	Método de Oferta anterior.....	- 18 -
3.5	Métodos descuento de flujos de Fondos.....	- 19 -
3.5.1	FCF	- 19 -
3.5.2	Empresas Multinegocio	- 24 -
3.5.3	Tasa de Descuento.....	- 25 -
3.5.4	Determinación de la tasa de crecimiento.	- 29 -
3.6	Valor de las acciones.....	- 32 -
3.6.1	Posibles escenarios.....	- 33 -
3.7	Comparativa de precios obtenidos.....	- 41 -
4	Conclusiones	- 42 -
5	Bibliografía.....	- 44 -

Índice de Tablas

Tabla 2-1 Distribución De Las Fusiones Y Adquisiciones Por Sectores Objetivo	9 -
Tabla 2-2 Primas En Operaciones De Fusión Y Adquisición Por Sectores	10 -
Tabla 2-3 Principales Motivos Para Realizar F&A En España.....	14 -
Tabla 2-4 Motivos Más Rentables Para Realizar F&A En España	14 -
Tabla 2-5 Principales Motivos de la OPA de Caixabank sobre BPI	14 -
Tabla 3-1 Calculo Del Valor Teórico Contable De BPI	17 -
Tabla 3-2 Valor Por El Método De Cotización Media Ponderada	18 -
Tabla 3-3 Valor De BPI Método De Oferta Anterior.....	18 -
Tabla 3-4 Calculo Variación de las Necesidades Operativas de Fondos.....	20 -
Tabla 3-5 Calculo del CAPEX	20 -
Tabla 3-6 Fórmula Calculo Free Cash Flow	21 -
Tabla 3-7 Calculo Free Cash Flow BPI 2016 Y A Largo Plazo	23 -
Tabla 3-8 Calculo De Tipo Impositivo Medio	24 -
Tabla 3-9 Pasos Para Valorar Empresas Multi-Negocio	24 -
Tabla 3-10 Calculo De La Estructura Financiera Media	25 -
Tabla 3-11 Calculo Del Coste De La Deuda (Kd).....	26 -
Tabla 3-12 Calculo De La Rentabilidad Exigida Por Los Accionistas (Ke).....	27 -
Tabla 3-13 Calculo De La Rentabilidad De Mercado (Rm).....	27 -
Tabla 3-14 Estadísticos Correspondientes Al Estudio De La Beta	28 -
Tabla 3-15 Calculo de las tasas de crecimiento para periodo explícito	30 -
Tabla 3-16 Tasa de Crecimiento por Escenario	31 -
Tabla 3-17 Indicadores Económicos De Crecimiento Por Países.....	31 -
Tabla 3-18 Tasas De Crecimiento Previstas Por Países.....	31 -
Tabla 3-20 Distribución Del Beneficio Internacional De BPI	32 -
Tabla 3-19 Distribución del Activo por países	32 -
Tabla 3-21 Tasas De Crecimiento Económico Ponderada Por La Distribución Geográfica de los Beneficios De BPI	32 -
Tabla 3-22 Formula De Cálculo De Valor Actual Empresa.....	32 -
Tabla 3-23 Calculo de la Deuda Financiera Neta.....	33 -
Tabla 3-24 Formula del Cálculo del Valor Actual de las Acciones.....	33 -
Tabla 3-25 Tabla De Características De Los Diferentes Escenarios	33 -
Tabla 3-26 Escenario Pesimista: Cálculo De Los Flujos Del Periodo Explícito.....	34 -
Tabla 3-27 Escenario Pesimista: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos	34 -
Tabla 3-28 Escenario Pesimista: Cálculo Del Valor De La Empresa.....	35 -
Tabla 3-29 Escenario Pesimista: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera	35 -
Tabla 3-30 Estructura financiera	35 -
Tabla 3-31 Efectivo de BPI	36 -
Tabla 3-32 Escenario Pesimista: Cálculo De La Deuda Financiera Neta	36 -
Tabla 3-33 Escenario Pesimista: Valor De Las Acciones.....	36 -
Tabla 3-34 Escenario Pesimista: Precio Por Acción	37 -
Tabla 3-35 Escenario Moderado: Calculo De Los Flujos Del Periodo Explícito.....	37 -
Tabla 3-36 Escenario Moderado: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos.....	37 -
Tabla 3-37 Escenario Moderado: Cálculo Del Valor De La Empresa	38 -

Tabla 3-38 Escenario Moderado: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera	- 38 -
Tabla 3-39 Escenario Moderado: Cálculo De La Deuda Financiera Neta.....	- 38 -
Tabla 3-40 Escenario Moderado: Valor De Las Acciones	- 38 -
Tabla 3-41 Escenario Moderado: Precio Por Acción	- 39 -
Tabla 3-42 Escenario Optimista: Cálculo De Los Flujos Del Periodo Explícito	- 39 -
Tabla 3-43 Escenario Optimista: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos.....	- 39 -
Tabla 3-44 Escenario Optimista: Cálculo Del Valor De La Empresa	- 40 -
Tabla 3-45 Escenario Optimista: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera	- 40 -
Tabla 3-46 Escenario Optimista: Cálculo De La Deuda Financiera Neta.....	- 40 -
Tabla 3-47 Escenario Optimista: Valor De Las Acciones	- 40 -
Tabla 3-48 Escenario Optimista: Precio Por Acción	- 41 -
Tabla 3-49 Comparativa De Valoraciones Por Distintos Métodos	- 41 -

Índice de Gráficos

Gráfico 2-1 Evolución De Los Porcentajes De Opas Que Representa El Sector Financiero.....	- 10 -
Gráfico 3-1 Tipos de Ciclos de Vida Empresarial	- 21 -
Gráfico 3-2 Ciclo de vida Clásico	- 22 -
Gráfico 3-3 Distribución De Las Betas Calculadas	- 29 -

1 RESUMEN

1.1 Resumen

El objetivo de este Trabajo Fin de Grado gira en torno a la valoración de una empresa objetivo de una OPA y de sus acciones, para así emitir una recomendación que pueda resultar relevante para usuarios como los accionistas actuales o inversores potenciales.

La valoración seguirá el modelo de descuento de flujos de caja libres, siendo Grupo BPI la compañía elegida para el apartado práctico por ser una empresa cotizada, que actualmente es objeto de una OPA por un gran banco español como es Caixabank, S.A.

El proceso de valoración conducirá a la obtención de un rango de precios objetivo que se comparará con la Oferta realizada por Caixabank, S.A actualmente.

Dadas la subjetividad que existe en toda valoración y la imposibilidad de identificar el auténtico precio teórico de la acción con plena seguridad, se fijará una serie de escenarios para dar cabida a diversas posibilidades de desarrollo futuro.

Por otra parte es importante destacar que se tratará de ser conservador en las decisiones, a fin de salvaguardar los intereses económicos de los posibles usuarios de la información, buscando así una menor predisposición a la recomendación de la inversión y los riesgos que de ella podrían derivarse.

La línea temática desarrollada, junto con los resultados alcanzados, facultará al lector para tomar las decisiones de inversión adecuadas, teniendo en cuenta los diferentes escenarios considerados y la comparativa que se efectuará con las recomendaciones de un consenso de analistas financieros profesionales.

En conclusión, el TFG se propone aportar una base sólida para fundamentar las decisiones financieras de sus destinatarios, lo cual cobra una especial trascendencia en el contexto financiero actual y tras la explosión de la burbuja económica en los últimos años.

1.2 Abstract

The aim of this End of Degree Project revolves around the assessment of a company targeted in a "OPA" (takeover bid) and its shares, being thus able to give a relevant recommendation to potential investors as well as current shareholders.

The valuation method will be based on 'available' (discounted) cash-flow method, and the chosen company BPI, as it is a listed company in the capital markets currently being subjected to a takeover bid by Caixabank S.A.

The assessment process will lead to the obtaining of an objective range of prices, which will be then compared with the purchase offer made by Caixabank S.A.

Given the existing bias in every valuation and the impossibility of identifying the actual target price with complete certainty, a series of scenarios will be set in order to consider different possibilities regarding the behavior of the shares in future.

We must, as well as the above mentioned, note that a conservative tendency has been adopted, in order to safeguard the economic interests of the potential users of this information, thus aiming to lower the chances of recommending the investment and the risks involved.

The theme developed, along with the results and conclusions reached, will allow the reader to make accurate investment decisions, taking into account the various scenarios covered and the comparison between those results and the recommendations issued by a consensus of professional financial analysts.

In short, this TFG intends to provide its addressees with a solid basis to rely on for future decision-making, which becomes particularly relevant in the current financial context and following the economy and stock market bubble collapse occurred over the last few years.

2 INTRODUCCIÓN

2.1 Tendencia de las M & A

La tendencia de las fusiones y adquisiciones se ve influenciada por factores como:

- Coste de financiación

Con un banco central europeo inyectando a la economía gran cantidad del dinero, el coste de financiación de las empresas solventes se ha minimizado tras una época de crisis financiera.

- Globalización

Este factor tiene una gran importancia ya que suponía uno de los factores críticos a la hora de unificar las empresas, suponiendo un coste difícilmente cuantificable de la inversión en adaptar estructuras informáticas, metodologías, contabilidad... con la tendencia a unificar criterios contables y la facilidad para usar programas comunes este coste se ve reducido de forma drástica.

Dentro de este mismo encontraríamos también la influencia del mundo globalizado en el incremento de competitividad, lo que ha supuesto que multitud de empresas líderes hayan tenido que unirse para poder aprovechar economías de escala y asegurar su supervivencia.

- Coste de las empresas

Muchas empresas con la crisis han visto sus cotizaciones castigadas de manera excesiva, esto supone una oportunidad para las empresas grandes que tengan o bien liquidez o capacidad de endeudamiento suficiente.

Si observamos los datos del primer trimestre de 2016, vemos que la actividad global en fusiones y adquisiciones decreció en un 18% respecto al primer trimestre del año 2015, sumando un total de 699,4 miles de millones de dólares, en este primer trimestre fueron anunciadas 9250 operaciones aproximadamente y tan solo 22 de ellas fueron superiores a 5 miles de millones de dólares. (*Mergers And Acquisition review, first quarter 2016, Thomson Reuters*)

Esta tendencia es acusada especialmente por Estados Unidos donde las fusiones y adquisiciones cayeron un 38 %. Sumando las empresas americanas obtenemos un total de 245 miles de millones de dólares en este primer trimestre. Sin embargo, las empresas europeas han realizado su inicio de año más fuerte desde 2011 situándose en 189,4 miles de millones de dólares, (*Mergers And Acquisition review, first quarter 2016, Thomson Reuters*)

Las fusiones y adquisiciones de este primer trimestre de 2016 tuvieron como sectores principales el sector industrial con un total de 116,4 miles de millones de dólares. Lo que supone un incremento del 71% respecto al año 2015, por su lado empresas las empresas dedicadas a las materias primas incrementaron en un 41% y el sector financiero el cual nos ocupará en esta valoración retrocedió hasta un 2%, La mayor caída ha sido protagonizada por el sector sanitario, el cual cayo hasta 52,8 miles de millones de dólares retrocediendo un 53%.

Uno de los motivos por el que las F & A se han podido reducir en este primer trimestre, sería el increíble volumen que hubo en el cuarto trimestre donde se superaron los

registros históricos con un total de 1.6 billones de dólares lo que supuso un incremento del 50% respecto al cuarto trimestre de 2014, esto se puede interpretar como un adelanto de algunas de las fusiones y adquisiciones previstas para este inicio de 2016.

Es importante señalar que 2015 fue el tercer año al alza consecutivo y que solo ha sido superado por el año 2007 de los últimos 10 años. El principal crecimiento lo mostró el sector sanitario (sobre todo el farmacéutico) con un crecimiento de un 71% respecto al 2014 lo que apoya la teoría de que algunas F&A se han adelantado pues fue el que más cayó en el primer trimestre de 2016. Fue importante también el crecimiento los negocios tecnológicos que se duplicaron respecto al año anterior, (*Mergers And Acquisition review, full year 2015, Thomson Reuters*)

La siguiente tabla resume la estructura sectorial de los objetivos de OPA. Es importante señalar lo sucedido en años anteriores, ya que las medidas monetarias pueden provocar variaciones en el *timing de las operaciones* acelerando de esta manera anuncios que aprovechen las circunstancias, como así ha sucedido.

Tabla 2-1 Distribución De Las Fusiones Y Adquisiciones Por Sectores Objetivo

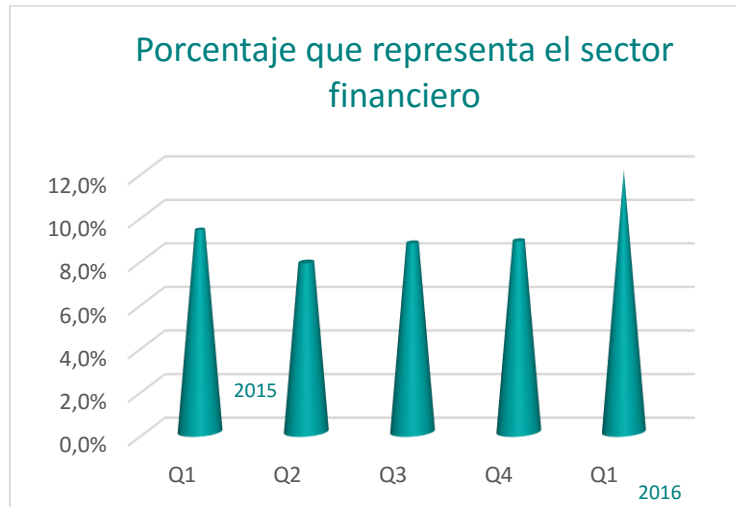
Porcentaje de fusiones y adquisiciones anunciadas por sectores objetivo						
Sector	2015				2016	
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Interanual
Sanitario	12,9%	15,1%	14,3%	14,2%	8%	-4,9%
Tecnológico	9,0%	10,6%	9,9%	12,7%	12%	3,0%
Financiero	9,3%	7,8%	8,7%	8,8%	12%	2,7%
Materias Primas	7,6%	7,6%	7,7%	7,4%	13%	5,4%
Media y entretenimiento	5,9%	7,5%	7,1%	5,8%	4%	-1,9%
Productos y servicios de consumo	4,5%	3,9%	4,6%	4,7%	5%	0,5%
Energético	7,7%	16,2%	14,8%	12,7%	12%	4,3%
Industrial	9,1%	7,4%	8,5%	9,9%	17%	7,9%
Inmobiliarias	11,1%	9,8%	9,2%	8,7%	9%	-2,1%
Telecomunicaciones	10,6%	6,4%	5,3%	4,8%	2%	-8,6%
Venta minorista	3,6%	3,3%	5,4%	3,6%	3%	-0,6%
Bienes de consumo	8,6%	4,4%	4,5%	6,7%	3%	-5,6%

Fuente: Elaboración propia a partir de informes trimestrales y anuales (2015,2016) de Thomson Reuters

Es importante señalar que como ya hemos comentado se ha reducido el importe destinado a F&A. Sin embargo como se puede apreciar en la tabla inferior, el porcentaje que representa el sector financiero que es el que nos ocupa, se ha incrementado desde un 9% aproximadamente que se situó en 2015 hasta el 12% que ha reflejado en este primer trimestre de 2016.

Lo que significa que en niveles absolutos, el volumen de fusiones y adquisiciones se está manteniendo a diferencia de otros sectores como son las telecomunicaciones o el sector sanitario.

Gráfico 2-1 Evolución De Los Porcentajes De Opas Que Representa El Sector Financiero



Fuente: Elaboración propia a partir de informes trimestrales y anuales (2015,2016) de Thomson Reuters

Otro dato importante es la prima pagada sobre la media de la cotización de las cuatro semanas previas al anuncio por sectores, como se puede observar en la tabla inferior

Obtenida del informe de 2015 de Thompson Reuters la prima pagada en el sector financiero en Europa se ha incrementado desde 23,7 hasta 26,4 no obstante siguen por debajo de la media mundial, muy por debajo de América, Reino Unido e incluso Japón.

Tabla 2-2 Primas En Operaciones De Fusión Y Adquisición Por Sectores

Bid Premium Matrix - Year to Date Average Premium to 4 Week Stock Price																	Jan 1 – Dec 31			
2015 UP 2015 DOWN	2014		World		Americas		USA		Canada		EMEA		Europe		UK		Asia ex. Japan		Japan	
Consumer Products and Services	28.6	28.0	26.4	34.2	23.3	35.1	16.9	16.9	35.0	28.7	37.8	32.0	20.1	84.8	24.0	26.5	23.2	17.9		
Consumer Staples	22.5	22.7	42.0	43.8	36.6	47.0	42.1	21.0	21.9	17.5	19.6	14.4	47.4	53.3	15.3	19.3	33.2	29.2		
Energy and Power	29.5	28.7	34.6	30.5	24.0	20.8	56.1	43.5	26.1	25.3	25.1	27.1	44.9	25.9	23.9	25.7	23.2	23.2		
Financials	28.3	27.6	32.5	35.3	34.0	37.8	17.9	17.9	25.1	22.1	26.4	23.7	32.2	48.2	24.5	21.9	28.9	14.7		
Healthcare	31.4	28.0	39.4	38.0	44.3	38.1	39.3	35.4	24.5	27.0	26.0	26.5	18.5	26.2	28.6	19.2	17.3	17.3		
High Technology	27.6	28.2	36.2	41.4	36.7	42.3	31.6	32.0	28.4	28.5	27.6	28.4	34.1	36.8	22.3	23.3	28.9	27		
Industrials	26.8	20.7	33.0	27.6	35.7	23.0	16.6	48.8	30.6	26.0	34.5	28.0	47.3	40.7	20.9	17.1	22.8	18.3		
Materials	27.1	29.3	33.3	30.8	24.2	29.0	38.8	31.2	18.6	30.6	17.5	31.7	25.4	45	21.3	25.5	24.5	14.9		
Media and Entertainment	25.2	24.0	36.4	27.7	38.4	29.0	-	21.3	23.0	26.2	23.0	26.2	27.8	24.5	24.3	22.1	11.4	22.4		
Real Estate	22.5	20.8	17.6	29.4	17.4	30.7	21.6	-	19.9	18.3	18.7	20.3	31.8	22.3	29.0	22.0	16.0	13.2		
Retail	29.8	22.5	45.7	35.0	44.7	31.1	-	-	17.5	18.2	17.5	18.2	65.2	26.1	41.9	11.8	24.7	23.3		
Telecommunications	25.0	24.8	50.1	22.6	50.1	24.5	-	-	24.1	25.9	20.1	24.5	-	-	15.2	23.6	24.5	4.7		
Average Industry Total	27.2	25.7	34.7	34.0	34.6	34.8	39.1	33.4	25.5	24.5	25.9	25.5	34.1	36.1	22.8	21.7	24.7	21.8		

Fuente: Mergers & Acquisitions Review, Full Year 2015, Thomson Reuters

2.2 Contextualización del Sector

Las empresas a valorar a lo largo de este trabajo Caixabank y BPI son dos empresas enmarcadas en el sector financiero. El sector financiero es un sector que ha sufrido grandes cambios desde que comenzase la crisis de 2008, foco de origen y principal sufridor de la misma.

Dentro del sector financiero Caixabank y BPI se encuentran localizados principalmente en el sector bancario, en concreto en banca comercial dedicada a minoristas.

A lo largo de estos años se han llevado a cabo numerosas fusiones y adquisiciones, lo que en España ha supuesto la desaparición de las cajas, la absorción o compra de dichas cajas y bancos pequeños por parte de los principales bancos como son Banco Santander, BBVA y la propia Caixabank y por otro lado la creación de algunos bancos nuevos como Bankia el cual nació tras la fusión de siete cajas en 2010 entre las que destacan Caja Madrid y Bancaja.

Estas fusiones y adquisiciones se han visto en gran parte potenciadas por los acuerdos de Basilea I, II, III. En Basilea II por ejemplo se establecieron los requisitos mínimos de capital como que los fondos propios fuesen superiores al 8% de los activos de riesgo. En un mercado de crisis en el que el riesgo se incrementó de manera superlativa debido a pérdidas de puestos de trabajo que generan impagos o a inversiones que por falta de demanda habían reducido considerablemente su potencial e incrementado su riesgo. Los bancos y cajas se encontraban de manera general en una delicada situación, pero esto era superado por los grandes bancos a través de medidas como el reparto de beneficios mediante script-dividend no así por los pequeños que tenían problemas para cumplir los requisitos y captar capital poniéndoles de esta manera como candidatos a ser comprados.

Las fusiones y adquisiciones llevadas a cabo en este tiempo no se limitan a España donde la duplicidad de oficinas ha supuesto medidas como expedientes de regulaciones de empleo en muchas ocasiones a lo largo de estos años.

También la penetración de mercados ha sido uno de los motivos más importante para llevar a cabo OPAs en el sector, como en el caso de Caixabank a BPI, ya que en el sector bancario el conocimiento de la empresa y la confianza son factores clave para escoger una entidad u otra.

Esto ha provocado que haya aumentado la concentración del sector, medida óptima para tratar de ampliar los márgenes que tienen actualmente.

2.2.1 Introducción a Caixabank Y BPI

Caixabank es un grupo financiero, con gran peso en el mercado español, está integrado por negocio bancario, actividad aseguradora e inversiones en bancos internacionales y en empresas líderes del sector servicios.

La característica que pretende sea diferenciadora de otros grandes competidores como pueden ser BBVA o el Banco Santander, es su compromiso social basando sus valores corporativos de calidad, confianza y compromiso social.

Caixabank tiene la mayor base de clientes en España, con 14 millones, y es a nivel europeo el décimo banco en capitalización bursátil.

El objetivo principal de Caixabank es consolidar su posición en España, y ser reconocido por su responsabilidad social, calidad de servicio y solidez financiera.

La operación a analizar entre Caixabank y BPI no es el primer caso de operaciones de Fusión y absorción de Caixabank sino que ya se ha llevado a cabo con Banca Cívica y de Banco de Valencia, y la compra del negocio de banca minorista, de gestión de patrimonios y de banca corporativa de Barclays en España, Caixabank consolida su liderazgo en el mercado financiero español.

Ni tampoco es el primer intento que se realiza sobre BPI, ya que anteriormente el 17.02.2015 realizó una OPA sobre el 55.9% que no poseía de BPI.

El resultado del intento de OPA se vio frustrado debido a la limitación de votos al 20% que provoca que Caixabank pese a tener un 44,1% del accionariado de BPI no tuviese el mismo poder de decisión y que prácticamente lo iguala al poder de decisión del siguiente accionista y presidenta del BFA de Angola.

El intento de este año se ha visto reforzado por un decreto lanzado por el Gobierno portugués, que obliga a revisar las limitaciones de voto al menos cada 5 años.

BPI objetivo de la OPA es un banco minorista cuyo núcleo operativo es Portugal pero que a su vez dispone de derechos sobre el BFA (Banco de Angola) y BCI en Mozambique. Estos últimos han reportado casi la mitad del beneficio en 2015. Sin embargo, se considera que es algo coyuntural y que en los próximos años Portugal será también su principal fuente de ingresos.

En Portugal es uno de los bancos más importantes del país, y con gran presencia en ciudades como Oporto o Lisboa.

BPI banco cuyo núcleo es la banca comercial portuguesa, especialmente banca de particulares y empresas, en el año 2015 tuvo un volumen de negocio de más de 62 mil millones de euros de los cuales 54 mil millones vienen del negocio portugués.

Según lo expuesto por la propia Caixabank, en comunicados publicados en su web corporativa respecto a este asunto, valora las sinergias que podría obtener en el año 2017 en 130 millones de euros. Motivo por el cual unido al sello de identidad Caixabank esperan tenga un gran reporte de beneficios en el futuro, pese a ser conscientes de las dificultades por las que pasa la economía portuguesa.

2.3 Análisis de la OPA de Caixabank sobre BPI

2.3.1 Tipos de OPA

Desde el inicio de la actividad empresarial el núcleo de ella, las empresas, han tendido a separarse y unirse principalmente por motivos económicos. Cuando se produce una fusión las empresas que se comprometen a agruparse renuncian a su identidad social individual actual para convertirse de manera conjunta en una nueva sociedad o en una de las que lo integran si lo que se produce es una absorción.

Otra modalidad para ejercer el control sobre otra empresa que no es mediante la fusión es la adquisición. En este caso los patrimonios de la adquirente y la adquirida permanecen separados, bastaría con tener el control sobre la mayoría de las acciones o participaciones de la empresa objeto de compra. En multitud de ocasiones, este es el primer paso para llevar a cabo finalmente una absorción.

Esta modalidad es precisamente la que nos ocupa en este trabajo la Oferta Pública de Adquisición (OPA) de Caixabank sobre BPI.

Dentro de las OPAs podemos distinguir diferentes tipos:

- OPA Obligatoria
- OPA de Exclusión
- OPA Voluntaria
- OPA por reducción de capital mediante adquisición de acciones propias.

En nuestro caso nos vamos a centrar en la OPA Voluntaria que es el caso que vamos a valorar posteriormente.

Se entiende por OPA Voluntaria aquellas que se formula antes de alcanzar el umbral de votos de la OPA obligatoria. La OPA voluntaria podrá estar sujeta al cumplimiento de determinadas condiciones, que en caso de no cumplirse dejarían la OPA sin efecto alguno, Mascareñas (2011)

En el caso que nos ocupa, la condición impuesta por Caixabank es la de eliminar la limitación de voto, motivo por el cual en el año 2012 obtuvo una dispensa por parte de la CMVM, lo que supuso que no tuvo que realizar una Opa obligatoria pese a superar el umbral en un 18,9% ya que con la compra realizada en abril de 2012 del 18,8% a un precio de 0,5 por acción se situó en un 48,9% del accionariado, no significando por ello tener el control debido a la limitación de votos mencionada. (Fuente:CMVM)

Es de señalar, que fue advertida por la CMVM que *“en el supuesto de que en los próximos dos años Caixabank lanzase una OPA sobre BPI, el precio de la oferta –sin perjuicio de la exigencia de precio equitativo en caso de OPA obligatoria–, no podrá ser inferior al precio por acción pagado en la presente adquisición”* (Fuente:CMVM)

Para presentar una OPA Voluntaria se deberá solicitar autorización a la CNMV. Al escrito de solicitud se le acompañará la documentación acreditativa del acuerdo o decisión de promover la oferta pública y el folleto explicativo de la misma.

En las Ofertas voluntarias la solicitud de autorización deberá presentarse durante el mes siguiente a la fecha en que se haya hecho pública la decisión de formular la oferta.

La OPA se vuelve irrevocable desde el anuncio público de la oferta, sin embargo en ciertas circunstancias podrá producirse el desistimiento, en el caso de ofertas voluntarias como esta podría ocurrir que:

- Se autorizase una oferta competidora
- La oferta resultase manifiestamente inviable
- Antes del plazo de aceptación no haya respuesta del organismo competente en materia de defensa de la competencia o se declarase improcedente o supeditada la operación a alguna condición.
- La Junta General de Accionistas tomase una decisión que a juicio del oferente le impida mantener la oferta

2.3.2 Motivos para realizar una OPA

Entre los motivos para realizar una OPA se pueden encontrar motivos racionales o irracionales, estos últimos son más comunes en empresas de menor tamaño como PYMES en las que puede jugar un papel importante el valor sentimental.

A continuación, las tablas (*“Principales motivos para realizar F&A en España”* y *“Motivos más rentables para realizar F& A en España”*) muestran los principales motivos para realizar una OPA en España, así como los motivos más rentables, de acuerdo con los estudios realizados en el año 2000 por Juan Mascareñas y Gregorio Izquierdo para el Instituto de Estudios económicos.

Tabla 2-3 Principales Motivos Para Realizar F&A En España

Principales motivos que inducen a realizar F&A en España		
	Motivo	Valoración
1.	Perseguir el liderazgo del sector	3,77
2.	Creación de valor para el accionista	3,65
3.	Aumento o protección de la cuota de mercado	3,64
4.	Obtención de sinergias Operativas	3,58
5.	Aumento de rentabilidad	3,52
6.	La mejora de la gestión de la empresa adquirida	3,43
7.	La búsqueda de productos/servicios complementarios	3,27

Fuente: MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J.: *Fusiones Adquisiciones Y valoración de empresas*. Ecobook, 2011, tabla 2.3

Tabla 2-4 Motivos Más Rentables Para Realizar F&A En España

Motivos más rentables para realizar F&A en España		
	Motivo	Valoración
1.	Creación de valor para el accionista	3,77
2.	La mejora de la gestión de la empresa adquirida	3,65
3.	Aumento o protección de la cuota de mercado	3,64
4.	Aumento de rentabilidad	3,58
5.	La búsqueda de productos/servicios complementarios	3,52
6.	Penetrar en nuevos mercados geográficos	3,43
7.	Obtención de sinergias Operativas	3,27

Fuente: MASCAREÑAS PEREZ-IÑIGO, J.: *Fusiones Adquisiciones Y valoración de empresas*. Ecobook, 2011, tabla 2.4

Dentro de los principales factores para realizar una OPA, en la tabla siguiente se ha señalado los que se cree podrían ser los motivantes de la OPA a valorar.

Tabla 2-5 Principales Motivos de la OPA de Caixabank sobre BPI

MOTIVOS PRINCIPALES DE UNA OPA	
Integración Horizontal y Sinergia Operativa	Mejora de la Gestión de la Empresa Adquirida
Integración Vertical	Ventajas Fiscales No Aprovechadas
Combinación de Recursos Complementarios	Como Empleo de Fondos Excedentes
Diversificación del Riesgo	Motivaciones de los Directivos
Efectos Sobre el Beneficio por Acción	Menores costes de Financiación
Crecimiento Externo	Como Defensa

Fuente: Elaboración Propia

Integración Horizontal y Sinergia Operativa

Se conoce por integración horizontal a aquellas F & A que se realizan sobre empresas del mismo sector.

La sinergia operativa puede aparecer desde dos perspectivas el aumento de ingresos o la reducción de costes:

Aumento de ingresos

La sinergia operativa se puede conseguir a través de la creación de un nuevo producto o servicio que surge de la fusión de dos empresas y que genera un crecimiento de los ingresos a largo plazo. A este tipo de sinergia operativa se la denomina REO (*Revenue-Enhancing Opportunity*). Por ejemplo, compartiendo oportunidades de marketing, beneficiándose de la buena reputación de una de las empresas, ahora bien este tipo de posibles sinergias son difíciles de cuantificar y de situar en los modelos de valoración, *Mascareñas (2011)*

Reducción de costes

Posiblemente la principal fuente de sinergias operativas a través de las fusiones proviene de la reducción de costes, lo que se consigue con la consecución de las economías de escala. Estas se obtienen cuando el coste unitario medio desciende al aumentar el volumen de producción. , *Mascareñas (2011)*

En el caso que vamos a valorar la reducción de costes se producirá debido a la reducción de duplicidades de unidades de negocio ya que la parte que gestiona BPI en cada una de sus divisiones se verá modificada tomando mayor protagonismo la de Caixabank.

Esto se enmarcaría dentro de lo denominado diversificación relacionada, *Mascareñas (2011)*, el concepto de diversificación relacionada se basa en las sinergias operativas obtenidas con:

- Compartir recursos de la cadena de valor entre diferentes negocios
- Transferir conocimientos de una cadena de valor a otra.

Poder de mercado

Uno de los motivos por el que se realizan este tipo de OPAs es la de ganar cuota de mercado,

“Parece existir una relación positiva entre el nivel de beneficios de un sector y su nivel de concentración lo que animaría a las empresas a realizar este tipo de operaciones buscando aumentar su poder de mercado”. Mascareñas (2011)

Este hecho se debe a que un menor nivel de empresas conlleva un menor nivel de competencia que en el caso a valorar unido a las barreras de entrada incrementará los márgenes de las empresas.

Penetración en el mercado

Más allá de los puntos anteriores este es el motivo principal de la OPA, ya que le permitiría entrar a Caixabank de manera importante en Portugal pero también penetrar en mercados más lejanos de su actividad que están siendo actualmente algunas de las principales fuentes de ingreso como son Angola o Mozambique.

3 VALORACIÓN DE EMPRESA OBJETIVO

A lo largo de este trabajo vamos a basar la metodología de la valoración de la empresa objeto de OPA en aquel que se establece en el R.D. 1066/2007 en su artículo 10 para el informe de valoración fijado por la ley 24/1988 del mercado de valores en su artículo 34.5. El cual contendrá una justificación detallada sobre la propuesta y el precio ofrecido basado en los resultados obtenidos a partir de los siguientes métodos:

- Valor teórico contable
- Valor Liquidativo de la sociedad
- Cotización media ponderada de los 6 meses anteriores al anuncio de la OPA
- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad
- Otros métodos de valoración(Método de descuento de flujos de caja)

Consideramos que esta metodología que es de obligatorio cumplimiento en caso de tratarse de una OPA de exclusión, es adecuada para nuestra valoración ya que nos aportará diferentes puntos de vista de la empresa, desde el valor contable al propio valor de mercado que la empresa ha tenido los últimos meses pasando por el valor ofrecido con anterioridad.

Si bien también debemos señalar que el núcleo de nuestra valoración estará en el descuento de flujos de caja.

3.1 Valor teóricos contable

El valor teórico contable es un método de valoración estático que presenta una imagen puntual de la situación patrimonial de la Sociedad en una fecha determinada e indica los recursos propios contables de que dispone aquella. Dichos recursos propios provienen del reflejo de operaciones históricas con criterios contables entre las que se encuentran las aportaciones de capital de los accionistas, rendimientos del negocio no distribuidos (legal o voluntariamente), ajustes por cambios de valor y otras.

El valor teórico contable debe ser calculado con base en las últimas cuentas anuales auditadas, En el caso que nos ocupa utilizaremos las cuentas anuales a 31 de Diciembre de 2015.

Se entiende por valor teórico contable en una sociedad el cociente de dividir la cifra de recursos propios de la entidad (Patrimonio neto atribuible a la sociedad dominante) por el número de acciones emitidas por la misma netas de autocartera.

Para calcular el valor teórico contable utilizaremos la tabla siguiente:

Tabla 3-1 Cálculo Del Valor Teórico Contable De BPI

Valor teórico contable Concepto	Consolidado 31-dic.-15
Importe en euros	
Valor contable	
Patrimonio neto	2.835.500.000
-Intereses minoritarios	428.600.000
Patrimonio neto atribuible accionistas sociedad dominante	2.406.900.000
Numero de acciones	
Numero total de acciones	1.456.924.237
-Acciones de autocartera	5.947.872
Numero total de acciones en circulacion	1.450.976.365
Valor neto patrimonial(Euros por accion)	
Patrimonio neto	1,954
-Intereses minoritarios	0,295
Valor teórico contable por acción	1,6588

Fuente: Elaboración propia a partir de las cuentas anuales.

3.2 Valor Liquidativo de la Sociedad

El valor liquidativo es un método de valoración estático, cuyo objetivo es reflejar el valor neto resultante de una empresa ante un eventual proceso de disolución y cese definitivo de su actividad.

Su cálculo se basa, fundamentalmente, en la estimación del valor de sus activos ante un proceso de liquidación y venta de activos, así como de todos sus pasivos y el pago de costes incurridos en el desmantelamiento y disolución de la sociedad como pueden ser gastos legales o de indemnización al personal.

En un proceso de liquidación de activos y de pasivos se debe tener en consideración:

- El precio de la enajenación de algunos activos puede ser inferior al registrado en contabilidad, ya que la celeridad menguaría su poder de negociación así como la aparición de los compradores idóneos en caso de tratarse de activos específicos o poco líquidos.
- También se debe tener en cuenta en un proceso de liquidación que normalmente, se incurren en diferentes pasivos o posibles contingencias asociadas al mismo, principalmente relacionadas con los costes laborales derivados de los despidos.

Se podría dar la circunstancia de que este valor no fuese necesario calcularlo tal y como establece el R.D. 1066/2007 en su artículo 10

“Si de la aplicación de este método fueran a resultar valores significativamente inferiores a los obtenidos a partir de los demás métodos, no será preciso su cálculo siempre que en el informe se haga constar dicha circunstancia.”

3.3 Método de Cotización media ponderada

El método señalado recoge la utilización del precio medio ponderado de la cotización de la empresa objeto de OPA en los 6 meses anteriores al anuncio de la OPA ponderado en función del volumen de negociación.

El cálculo se basa en el poder del mercado para asignar un precio mejor que ningún otro mecanismo utilizando los 6 meses para evitar picos de cotización que desvirtúen dicha media.

Para ello hemos obtenido las cotizaciones de BPI de los 6 meses anteriores al 18 de abril de 2016, fecha en la que se produjo el anuncio de la OPA a 1.113 de Caixabank ponderando el volumen de cada día a través de la siguiente fórmula.

Tabla 3-2 Valor Por El Método De Cotización Media Ponderada

Cotización ponderada por volumen	1,0924
Oferta	1,113
Prima	2%

Importe en Euros

Fuente: Elaboración Propia a partir de cotizaciones obtenidas de es.investing.com

3.4 Método de Oferta anterior.

Este método recoge la utilización del valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad, en el supuesto de que se hubiese formulado alguna oferta pública de adquisición en el año precedente a la fecha del anuncio de la OPA.

A partir de este método se utilizaría como valor el Precio por acción ofrecido por Caixabank el 17.02.2015 de 1.329/acción lo que suponía una prima del 27% respecto a la cotización del día anterior.

Se ha considerado interesante la utilización de este método debido a la cercanía de las ofertas y la diferencia entre ellas, además de considerarse una manera más de contextualizar la oferta.

A continuación una comparativa entre los precios obtenido por el método y el de la Oferta.

Tabla 3-3 Valor De BPI Método De Oferta Anterior.

Oferta Anterior	1,3290
Oferta 2016	1,113
Diferencia	-16%

Importe en Euros

Fuente: Elaboración Propia a partir de Información de la CMVM

3.5 Métodos descuento de flujos de Fondos.

Estos métodos son todos aquellos que tratan de determinar el valor de la empresa a través de la estimación de los flujos de dinero (*Cash flows*) que generarán en el futuro para luego descontarlos a una tasa de descuento apropiada según el riesgo de dichos flujos.

Método de descuento de flujo de caja libres.

En nuestra valoración dentro de los métodos de descuento de flujos de fondos, nos centraremos en los flujos de caja libres (*Free Cash Flow*).

3.5.1 FCF

Free cash flow, es el flujo de fondos generado por la operaciones después de impuestos, sin tener en cuenta el endeudamiento de la empresa, es decir, sin restar el coste de los intereses para la empresa. Es, por tanto, el dinero que queda disponible en la empresa después de haber cubierto las necesidades de inversión en activos fijos y las necesidades operativas de fondos (NOF), Fernández (2010)

Para calcular el *Free cash flow* podemos hacerlo de diversas maneras, en nuestro caso hemos optado por partir del EBIT (*Earning Before Interest and Taxes*), el EBIT es el punto óptimo de partida ya que en la cuenta de resultados se encuentra en un punto anterior a resultados financieros y resultados extraordinarios. Teniendo por tanto en cuenta tan solo los resultados de la actividad empresarial habitual.

No obstante, partir del EBIT tiene ciertos problemas como el hecho de no recoger el efecto impositivo. Para corregirlo aplicamos el tipo impositivo al propio EBIT, obteniendo lo que se conoce como impuesto operativo.

Este importe se resta al EBIT consiguiendo de esta manera el denominado NOPAT ("Net Operating Profit After Taxes") Beneficio operativo neto después de impuestos.

Al llegar al NOPAT debemos tener en cuenta que al pasar del EBIT al EBITDA se han deducido del primero tanto amortizaciones como depreciaciones, los cuales son gastos que pese a aparecer en la cuenta de resultados y ser de gran utilidad para el punto de vista contable y su objetivo de reflejar fielmente la compañía, no lo son para el cálculo del cash flow pues no van generar flujos de salida o pagos.

Con este cálculo llegaríamos a lo que se denomina Flujo de caja operativo, este mide el importe de efectivo generado por la compañía a través de su negocio normal e indica si la empresa es capaz de generar suficiente flujo de caja para mantener y o hacer crecer sus operaciones, o si necesitará financiación externa. Sin embargo, también necesitamos conocer las reinversiones que deberá realizar la compañía. "Dos componentes forman parte de la estimación de la reinversión: las necesidades operativas de fondos (NOF) y las necesidades netas de inversión en bienes de capital (CAPEX)" (Damodaran, 2002).

Las NOF se obtienen como la variación del capital circulante (excluidos el efectivo y otros activos líquidos equivalentes), para lo que usaremos la siguiente fórmula:

$$\text{NOF} = \Delta \text{Existencias} + \Delta \text{Deudores} - \Delta \text{Acreedores comerciales}$$

En el caso de BPI, podemos ver en la tabla inferior el cálculo realizado:

Tabla 3-4 Calculo Variación de las Necesidades Operativas de Fondos

Inversiones en Capital Circulante (FM, NOF)	2015	2014	Variación
Deudores	24.281.622	25.268.969	-987.347
Existencias	10.183.992	10.543.511	-359.519
Proveedores	28.177.814	28.134.617	43.197
FM	6.287.800	7.677.863	
Variación en Capital Circulante	-1.390.063	FM disminuye	

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración propia a partir de las Cuentas Anuales 2015 de BPI

Como se puede observar hay una gran variación en capital circulante, lo hemos considerado extraordinario ya que es insostenible en el tiempo este nivel de reducción ya que las NOF tienden a 0.

Por su parte, el CAPEX (Capital Expenditure) o inversión en activo no corriente se obtiene como el incremento neto en activos fijos mostrados en el balance de la empresa más los gastos de amortización del periodo (Mascareñas Pérez-Iñigo, 2011).

Dentro del CAPEX se puede distinguir entre CAPEX de mantenimiento y el CAPEX de expansión, siendo el CAPEX de mantenimiento equivalente a los gastos de amortización.

En el caso del BPI los importes calculados como CAPEX son los siguientes:

Tabla 3-5 Calculo del CAPEX

Inversiones en Activo Fijo	2015	2014	Variación
Inmovilizado inmaterial	29.138	24.883	4.255
Inmovilizado material	195.095	204.239	-9.144
Dotación amortizaciones Inmovilizado	36.117		
Variación inmov + amortización del periodo	31.228		

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia a partir de las cuentas anuales

En este caso para FCF a largo plazo va a ser importante el CAPEX de expansión por lo que:

A modo comparativo se ha calculado el promedio de amortizaciones y la mediana, sin embargo no se han encontrado diferencias significativas para modificar el importe de este año. Ya que se considera un gasto bastante estable.

Detrayendo del Cash flow Operativo los importes de NOF y CAPEX conseguiremos finalmente el Flujo libre de caja o *Free Cash-Flow*.

Tabla 3-6 Fórmula Calculo Free Cash Flow

EBIT
- T*(EBIT)
= NOPAT
+ Amortización
= CF OPERATIVO
- NOF
- CAPEX
= FCF

*Entendiendo por T el tipo impositivo del periodo.

Como ya hemos mencionado con anterioridad el FCF trata de mostrar la capacidad para generar flujos de caja en el periodo estudiado, si bien a la hora de valorar se trata de una medida interesante para representar los flujos de caja que se espera que la empresa genere en un futuro.

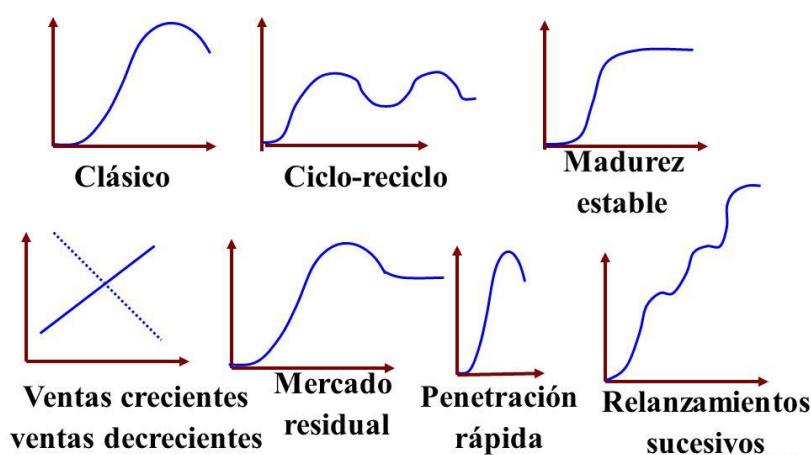
Un punto a tener muy en cuenta es la tendencia que pueden seguir en un futuro ciertas decisiones de carácter empresarial:

En este punto vamos a tener en cuenta que tipo de ciclo de vida empresarial vamos a utilizar, punto clave para la estimación de algunas de las variables que influyen en el cálculo del FCF.

En la imagen siguiente se puede observar algunos de los ciclos de vida que podemos encontrar en una empresa.

Gráfico 3-1 Tipos de Ciclos de Vida Empresarial

Distintos modelos del ciclo de vida

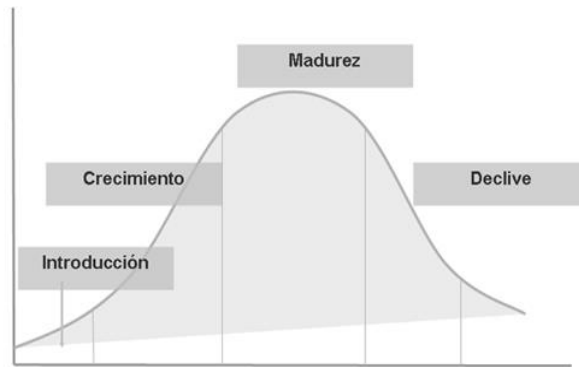


Fuente: gestiopolis.com/ciclo-de-vida

El optar por uno u otro modelo puede variar de forma sustancial el cálculo de los FCF.

- El modelo clásico se ve claramente definido en la imagen inferior.

Gráfico 3-2 Ciclo de vida Clásico



Fuente: legaltoday.com

- Las necesidades operativas de fondos (NOF), CAPEX variarían mucho dependiendo del punto de la parábola donde nos encontremos.
- La Penetración rápida tendrá un NOF y CAPEX de expansión con un importe muy superior a la media al principio para después verse reducido con gran celeridad. Un ejemplo de este ciclo sería la burbuja puntocom.
- Ventas crecientes y decrecientes, es un modelo cuya varianza y cifras de negocios son muy dispares lo que conlleva a un NOF bastante alto en algunos periodos y muy bajo en otros, muy cambiantes. Es característico de empresas cíclicas.
- Relanzamientos sucesivos, empresas en constante crecimiento cuyo CAPEX de expansión nunca tiende a 0, muy difícil de valorar realmente porque suelen experimentar crecimientos muy altos de manera sucesiva, lo que puede incrementar la posibilidad de que el analista se equivoque valorándolo como una penetración rápida. Este ciclo de vida suele ser protagonizado por empresas tecnológicas o de gran innovación. Un ejemplo de esto podría ser Google, que en plena burbuja puntocom fue considerado por algunos analistas como otro caso Terra.
- Mercado residual, empresa con tendencia al declive que intenta aprovechar el hueco dejado por otras que ven poco futuro en la actividad. Pueden obtener márgenes grandes durante unos años con CAPEX de expansión pequeño y con tendencia a 0.
- Madurez estable, el más común a la hora de realizar un descuento FCF en él se utilizan dos FCF uno a corto plazo y otro con crecimiento a perpetuidad.
 - Las NOF se consideran que tienden a ser nulas a largo plazo ya que aunque existen variaciones los incrementos de existencias,

proveedores y deudores tienden a compensarse haciendo que no tengan efecto a largo plazo.

- Si no se realizase este ajuste en el caso de que las NOF sean negativas si esto se proyectase en los años siguientes a largo plazo se pondría en peligro la continuidad de la empresa al verse afectada su solvencia por la reducción de capital circulante (Damodaran, 2002)
 - En el caso contrario nos encontraríamos ante un incremento de capital circulante excesivo lo que nos llevaría a dar por hecho una gestión ineficiente por parte de la empresa.
- Por su parte el CAPEX, no es una magnitud estable, sino que está sujeta a fuertes variaciones entre los distintos ejercicios económicos, pudiendo encontrar periodos en los cuales sea muy elevada seguidos por otros periodos con cifras más bajas (Damodaran, 2002)
- En consecuencia, el CAPEX, antes contemplado como el incremento de activos fijos netos más los gastos de amortización, se limitará a estos últimos, de forma que el cash flow positivo derivado de la amortización se considerará destinado a la financiación de las necesidades de capital futuras (Damodaran, 2002)

En definitiva, se presumirá un incremento bruto de los activos fijos por importe de los gastos de amortización y las posibles pérdidas por deterioro reconocidas durante el periodo.

En el caso de BPI, se considera que esta en un periodo de madurez, si bien no ha sido todo lo estable que se espera para este tipo de Empresas, esto puede ser debido a decisiones políticas tomadas como consecuencia de la crisis.

Motivo de esta inestabilidad en la que se han mezclado años de beneficios y pérdidas se ha decidido realizar ciertos cálculos atendiendo a la media de los últimos años que se considera más representativa.

A continuación se puede observar el cálculo del *Free Cash-flow* a corto plazo y a largo plazo.

Tabla 3-7 Cálculo Free Cash Flow BPI 2016 Y A Largo Plazo

	Último año
EBIT	511.000
(Impuestos)	49.237
NOPAT	461.763
Amortización	36.117
CFOperativo	497.880
(Inversiones en Capital Circulante)	-1.390.063
(Inversiones en Activo Fijo)	31.228
FCF	1.856.715

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

CFO Operativo	497.880
NOF	0
CAPEX(L/P)	36.117
FCF a largo plazo	461.763

En este caso como podemos observar, que EL FCF a corto plazo se ve muy influido por las inversiones en Capital circulante, hecho que se considera extraordinario.

Para el cálculo de los impuestos dado que afectan al *Cash flow Operativo*, se ha utilizado una tasa promedio ya que este año la tasa era un 7,8 % que se considera que es demasiado baja y posiblemente influenciada por las pérdidas de 2014.

Tabla 3-8 Calculo De Tipo Impositivo Medio

	2012	2013	2014	2015
Profits before income tax	400,1	154,5	-35,8	372,9
Corporate tax	-88,3	-20,4	-30,7	-29,1
Tasa Impositiva	22,07%	13,20%		7,80%
				13,2%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Cuentas anuales de los últimos 4 años

Por tanto se ha aplicado un impuesto estimado en base a al promedio de la tasa, el cual ha sido 13,2%

3.5.2 Empresas Multinegocio

A nivel conceptual, para evaluar una empresa que tiene diferentes líneas de negocio como es el caso que nos ocupa, se debería analizar cada unidad de negocio de manera independiente, empleando tanto un ciclo de vida diferente en función de las perspectivas futuras propias de la línea de negocio como variando las NOF y el CAPEX en cada división. Este método es denominado *Break-up value*.

Para llevar a cabo este método se llevan a cabo los siguientes pasos:

Tabla 3-9 Pasos Para Valorar Empresas Multi-Negocio

Pasos particulares de la valoración de empresas multinegocio	
1.	Definir unidades de negocio y sus flujos de caja.
2.	Determinar los costes y los cash flow del centro corporativo de la empresa.
3.	Calcular los tipos impositivos de las unidades de negocio.
4.	Calcular la estructura y el coste de capital de las unidades de negocio.
5.	Calcular una tasa de descuento para los costes del centro corporativo.
6.	Sumar las partes para valorar toda la empresa.

Fuente: Elaboración Propia a partir de Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J., 2004. Valoración: medición y gestión del valor. Barcelona: Deusto.

Sin embargo, llevar a la práctica este método tiene algunas complicaciones. A continuación señalamos aquellas más importantes:

- Obtención de los datos suficientes para ser capaces de llevar a cabo los pasos 1 y 2. Muchas empresas no detallan demasiado sus cuentas por unidades de negocio y no seríamos capaces de separarlo no obteniendo datos importantes en la valoración.
- Estimación de los tipos impositivos de una unidad de negocio y compensaciones fiscales.
- Estimación de la estructura y el coste de capital. Para resolverlo es recomendable aplicar la estructura dada en empresas con el mismo nivel de rating (Copeland 2004). Para el coste de capital el problema lo encontraríamos en la Beta, ya que no sería aplicable el modelo CAPM tradicional calculando

para el cálculo de la Beta debido a que hay divisiones que no cotiza en bolsa. Para solucionarlo es recomendable usar las betas de empresas comparables o una regresión múltiple (Copeland 2004)

En nuestro método de valoración vamos a realizar la estimación de flujos de caja futuros considerando la empresa en su conjunto.

3.5.3 Tasa de Descuento.

Como ya hemos señalado en los puntos anteriores a la hora de realizar una valoración por descuento de flujos hay que utilizar una tasa de descuento apropiada, esta tasa de descuento dependerá en gran medida de la estructura financiera que tenga la empresa a valorar.

En aquellas empresas sin deuda y donde su única fuente de financiación sean los accionistas se utilizará como tasa de descuento la rentabilidad exigida por los accionistas o coste del “equity” (k_e).

Esto no ocurre en muchos casos ya que lo habitual es que en mayor o menor medida las empresas se financien en parte por medio de deuda.

En estos casos se utilizará el WACC (Weighted Average Cost of Capital) o coste medio ponderado.

3.5.3.1 Determinación del WACC

Como ya señala su nombre el WACC se calcula ponderando el coste de cada mecanismo de financiación (recursos propios o deuda) con la proporción que cubre cada mecanismo. Para ello utilizamos la siguiente fórmula.

$$WACC = \frac{E}{E + D} * K_e + \frac{D}{E + D} * K_d * (1 - T)$$

E: Valor de mercado las acciones
 Ke: Rentabilidad exigida a las acciones
 D: Valor de mercado de la deuda
 Kd: Coste de la deuda
 T: Tipo Impositivo

Una anotación es importante es la asunción de que esta estructura de capital se mantendrá en un futuro, por ello queremos dar mayor representatividad a esta estructura calculando la promedio de los últimos años.

En el caso de BPI empresa objeto de estudio, tenemos los siguientes valores:

Tabla 3-10 Calculo De La Estructura Financiera Media

(En millones de Euros)	2012	2013	2014	2015	Promedio
D + Capitalización	8150,07	7357,72	4422,33	4414,1	
%deuda	84%	76%	66%	64%	73%
Capitalización	1310,77	1764,42	1488,73	1581,6	
Deuda	6839,3	5593,3	2933,6	2833	

Fuente: Elaboración Propia a partir de Cuentas Anuales

Por ello hemos decidido mantener de estructura 73% de deuda y 27% de *equity*.

Algunos de los parámetros anteriores tienen especial importancia por lo que vamos a detallarlos a continuación:

Tabla 3-11 Cálculo Del Coste De La Deuda (Kd)

Cálculo del coste de la Deuda (Kd)	
Gastos financieros	310.585
Deuda Financiera	1.815.053
Kd	17%

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia a partir de Cuentas Anuales

3.5.3.2 Rentabilidad exigida a las acciones

Pese a tratarse de un método muy criticado es el más utilizado por lo que su cálculo lo haremos a través del modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*).

$$K_e = R_f + PR$$

RF Renta fija sin riesgo

PR Prima de riesgo

Como renta fija sin riesgo se usa generalmente el instrumento de financiación pública que utiliza el país donde cotiza la acción, en el caso de España letras del tesoro, bonos del estado u obligaciones del estado.

La prima de riesgo se entiende como, la rentabilidad extra exigida a una acción por tratarse de un activo de mayor riesgo al ser renta variable. Se obtiene mediante la siguiente fórmula.

$$\text{Prima de Riesgo} = \beta * (R_m - R_f)$$

β: Coeficiente de volatilidad

Rm: Rentabilidad esperada del mercado

Rf: Renta fija sin riesgo

No obstante, es criticado por algunos autores como Fernández (2001) la existencia de una Prima de Riesgo del mercado ya que al no haber la misma aversión al riesgo, no es realista creer que todos exigiésemos el mismo incremento de rentabilidad por cada incremento porcentual del riesgo.

El coeficiente β es un coeficiente de volatilidad de la acción y es uno de los parámetros más criticados del modelo CAPM. Una de las críticas más extendidas se debe a la variación de la Beta de manera constante, ya que como señala Fernández (2001) “*los betas calculados a partir de datos históricos no suelen tener mucho sentido: ¡las empresas con un riesgo muy alto suelen tener betas calculadas inferiores a las de empresas con un riesgo menor!*”.

Para solucionar este problema en esta valoración se ha decidido por optar por hacer un estudio del parámetro ya que el sector ha sufrido grandes variaciones a lo largo del año. Si del estudio se concluyese que la beta calculada con el histórico no es representativa, se utilizaría en su lugar una beta cualitativa bajo el método CAMEL utilizado por Goldman Sachs.

Por su parte para el cálculo del modelo CAPM:

Tabla 3-12 Calculo De La Rentabilidad Exigida Por Los Accionistas (Ke)

RF	Renta fija sin riesgo	2,875
PR	Prima de riesgo	8,125
β:	Coeficiente de volatilidad	1,31
Rm:	Rentabilidad esperada del mercado	11
Ke:	Rentabilidad exigida a las acciones	13,52%

Fuente: Elaboración Propia

En este caso la renta fija sin riesgo se ha utilizado la de la subasta de Julio 2016 de obligaciones de a 10 años de Deuda Pública portuguesa, mercado donde cotiza la acción del BPI.

Para el cálculo de la prima de riesgo, tal y como se explicó anteriormente en la formula se ha deducido de la rentabilidad del mercado la renta fija sin riesgo que acabamos de comentar, la rentabilidad esperada del mercado, en este caso se ha realizado en base a datos históricos de los últimos doce años, de los cuales se ha calculado la mediana como se puede ver a continuación:

Tabla 3-13 Calculo De La Rentabilidad De Mercado (Rm)

Rentabilidad PSI20	
2004	13%
2005	14%
2006	30%
2007	17%
2008	-51%
2009	33%
2010	-10%
2011	-28%
2012	2%
2013	15%
2014	-27%
2015	9%
Mediana	11,00%

Fuente: Elaboración Propia a través de las cotizaciones del PSI 20 obtenidas de es.investing

A dicha prima de riesgo se la ha multiplicado por la Beta, tal y como expone el modelo CAPM.

3.5.3.3 Beta

Para establecer la beta de la empresa a valorar (BPI) se ha aplicado la fórmula siguiente:

$$\beta = \frac{\text{Covarianza de acción y mercado}}{\text{Varianza del mercado}}$$

Se ha calculado la beta considerando para cada uno de los días de cotización durante dos años las 200 sesiones de cotización anteriores, de manera que se repite el cálculo durante 431 sesiones. Como referente de mercado se ha considerado el Índice de referencia de Portugal (PSI 20), en el que cotiza BPI.

Con estos 431 valores, que seguirían la misma técnica que se utiliza para calcular las medias móviles habituales en análisis técnico, se ha llevado a cabo un análisis estadístico de los mismos con el fin de estimar aquella Beta Calculada que se puede encontrar con mayor frecuencia y observar si es lo suficientemente representativa para ser utilizada en el análisis.

Obteniendo los siguientes datos estadísticos:

Tabla 3-14 Estadísticos Correspondientes Al Estudio De La Beta

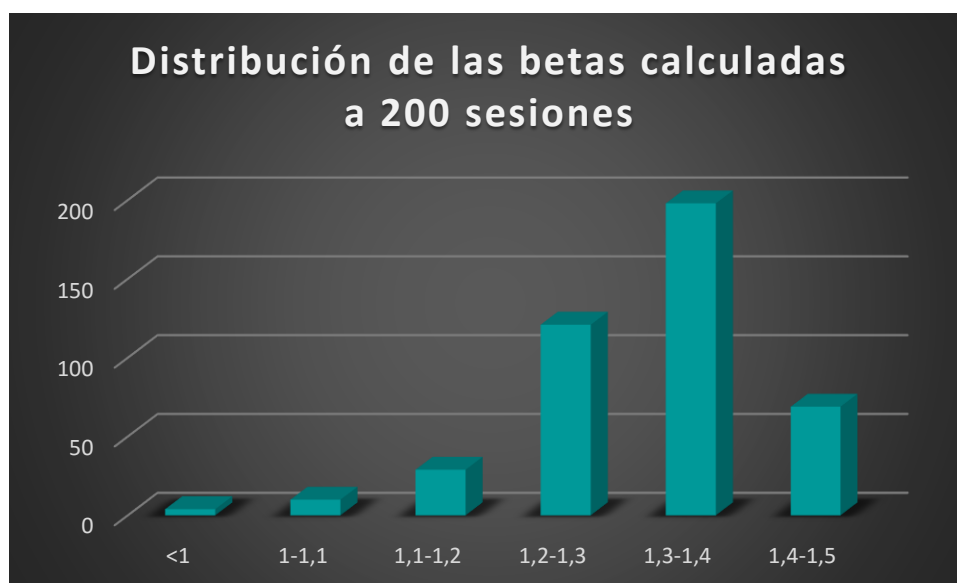
Varianza	0,01
Desviación Típica	0,096
Min	0,97
Max	1,50
Mediana	1,32
Q1	1,26
Q3	1,38
Promedio	1,31

Fuente: Elaboración Propia

Es por ello que tras este análisis junto con el siguiente gráfico de distribución:

Como se puede apreciar destacan por encima de las demás aquellas Betas calculadas sobre las 200 sesiones anteriores, en el rango 1,3-1,4 ya que de las 431 observaciones 198 se encuentran dentro de este rango.

Gráfico 3-3 Distribución De Las Betas Calculadas



Fuente: Elaboración Propia

Por todo ello se ha decidido utilizar como Beta, una Beta cuantitativa pese a ser partidario de utilizar Betas cualitativas, ya que se considera que el valor dado a la Beta (1,31) coincidente tanto con la media como con el promedio entre cuartiles (Q1, Q3) y cercano a la mediana es lo suficientemente representativo para ser utilizado en la valoración.

3.5.3.4 Cálculo del WACC

Atendiendo a todos los parámetros anteriores se obtiene un WACC:

Cálculo del WACC	
WACC	13,08%

Actualización de los Flujos de Caja

Tras tener calculados tanto el FCF como el WACC hay que tener en cuenta la evolución que tendrá en el futuro para lo cual debemos calcular la tasa de crecimiento.

3.5.4 Determinación de la tasa de crecimiento.

Un parámetro importante en el cálculo de lo FCF es la tasa de crecimiento representada como “g”.

En nuestro caso para calcular el FCF se utilizarán dos tasas de crecimiento diferentes:

Una durante el denominado periodo explícito que es aquel en el que la empresa crecerá a mayor ritmo del que lo hace la economía en que está situada su negocio, que denominaremos valor del periodo explícito.

Tasa crecimiento a perpetuidad que es la tasa de crecimiento esperada en el periodo de madurez de la empresa y que coincidirá con el ritmo de crecimiento del mercado, y que permitirá calcular el denominado Valor Residual.

A modo comparativo se va utilizar como “g” aquella que se calcula considerando el crecimiento económico de las zonas geográficas donde está situada la empresa y ponderando por el porcentaje del beneficio que procede de dichas zonas.

	G Estimada País 1		G Estimada País 2			G Estimada País N
G*						
=	X	+	X	+	...	X
	% del Beneficio Proviene del país 1		% del Beneficio Proviene del país 2			% del Beneficio Proviene del país N

$$g * = \Delta PIB + inflación +$$

3.5.4.1 Tasa de crecimiento

Este apartado tiene dos tasas de crecimiento, en primer lugar la del periodo explícito. El periodo explícito se ha definido a través de una comparativa del PER de BPI con el PER mediano de su sector. Dado que el PER de BPI es 6,2 frente a los 13,6 del sector. Por ello dado que hemos considerado el sector como estable y maduro cuyo periodo explícito podría ser 4-5 años, hemos decidido utilizar un periodo explícito para BPI de 3 años.

Durante estos 3 años se han considerado varios escenarios de crecimiento, partiendo de los datos históricos de crecimiento de la tabla inferior hemos observado gran volatilidad en el EBITDA, Beneficio Neto (que también se ve influenciado por años en pérdidas haciendo que sus resultados no sean útiles.

Tabla 3-15 Cálculo de las tasas de crecimiento para periodo explícito

Profit and Loss Account						Variación Interanual			
	2011	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
Net interest income	576,8	582,6	475,1	514,5	663,4	1%	-18%	8,29%	29%
Net operating revenue	1020,1	1330	1048,1	857,7	1181,9	30%	-21%	-18%	38%
Depreciation of fixed assets	-36,8	-33,1	-31,4	-30,8	-36,1				
Operating costs, excluding non-recurring personnel costs	-645,8	-647,8	-630,5	-639,1	-664,1				
Operating costs	-685,7	-639,3	-650,5	-671,5	-670,6				
Operating profit before impairments	334,4	690,7	397,5	186,2	511,3	107%	-42%	-53%	175%
Net profit	-284,9	249,1	66,8	-163,6	236,4	-187%	-73%	-345%	-244%
EBITDA	371,2	723,8	428,9	217	547,4	95%	-41%	-49%	152%

Fuente: Elaboración Propia a partir de Cuentas Anuales de BPI

Por todo ello se ha optado por las tasas de crecimiento siguientes para los distintos escenarios.

Tabla 3-16 Tasa de Crecimiento por Escenario

Escenario	Tasa de crecimiento	Origen
Pesimista	5,17 ⁽¹⁾	Promedio de los años 2019 y 2020 momento en el que finaliza el periodo explícito y se tienen datos del crecimiento de la economía.
Moderado	8,29	Variación interanual de los ingresos
Optimista	10,97 ⁽²⁾	Beneficio neto / Fondos propios del último año

Fuente: Elaboración Propia

(1) En principio se pensó usar 4,95 que es el promedio de la variación interanual de los ingresos pero se descartó por ser inferior a la economía

(2) Se usó Como condición más optimista, utilizando la B histórica que es igual a 0,6.

Tabla 3-17 Indicadores Económicos De Crecimiento Por Países

Country	Subject Descriptor	Units	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Angola	Gross domestic product, constant prices	Percent change	2,998	2,514	2,698	3,246	3,665	4,207
Angola	Inflation, average consumer prices	Percent change	10,275	19,109	15,217	12,892	10,895	9,45
Mozambique	Gross domestic product, constant prices	Percent change	6,3	6	6,8	7,9	7,6	7,5
Mozambique	Inflation, average consumer prices	Percent change	2,392	6	5,6	5,6	5,6	5,6
Portugal	Gross domestic product, constant prices	Percent change	1,472	1,397	1,259	1,16	1,16	1,151
Portugal	Inflation, average consumer prices	Percent change	0,508	0,657	1,159	1,383	1,544	1,608

Fuente: datos.bancomundial.org

Para calcular la tasa de crecimiento de la economía se ha obtenido una tabla del cambio porcentual del PIB y la inflación de los países donde están las fuentes de ingresos de BPI.

A través de ella con la formula comentada en la metodología se obtuvo la siguiente tabla:

Tabla 3-18 Tasas De Crecimiento Previstas Por Países

Tasa de Crecimiento Previstas por País					
País	2016	2017	2018	2019	2020
Angola	21,62%	17,92%	16,14%	14,56%	13,66%
Mozambique	12,00%	12,40%	13,50%	13,20%	13,10%
Portugal	2,05%	2,42%	2,54%	2,70%	2,76%

Fuente: Elaboración Propia

Para obtener los FCF de los años posteriores se debe ponderar la tasa de crecimiento de cada país en función de la futura aportación que tendrán al beneficio de BPI. Para ello lo lógico hubiese sido utilizar el porcentaje del beneficio total obtenido en cada país y suponer que en el futuro seguiría la misma línea. Sin embargo tras un análisis

del histórico de los beneficios se ha observado una inestabilidad en estos porcentajes, manteniéndose sin embargo similar la proporción propia de los beneficios internacionales. Por ello se han tomado dos decisiones:

- Utilizar el Activo total en lugar del Beneficio, ya que se considera que es más representativo de la zona geográfica de la que se espera obtener el beneficio en un futuro.
- Al no disponer del activo total de Mozambique y Angola por separado, se ha decidido utilizar como criterio para separar el activo internacional, el porcentaje del beneficio internacional que proviene de cada país.

Tabla 3-20 Distribución Del Beneficio Internacional De BPI

	Bº neto	Ponderación
Angola	134,4	94%
Mozambique	8,8	6%
TOTAL	143,2	Millones

Fuente: Elaboración Propia

Tabla 3-19 Distribución del Activo por países

	Activo líquido total	Ponderación
Angola-E*	7528,84	18,2%
Mozambique-E*	492,96	1,2%
Portugal	33271	80,6%
TOTAL	41292,8	

Millones

Fuente: Elaboración Propia

Tras esto hemos obtenido las siguientes tasas de crecimiento para BPI:

Tabla 3-21 Tasas De Crecimiento Económico Ponderada Por La Distribución Geográfica de los Beneficios De BPI

	2016	2017	2018	2019	2020
G	5,74%	5,36%	5,15%	4,99%	4,87%

Fuente: Elaboración Propia

Esta tasa de crecimiento también se ha utilizado para actualizar el FCF de largo plazo a finales de año, utilizando para ello la tasa de crecimiento para 2016.

3.6 Valor de las acciones

Tras calcular los dos valores, se calcula el Valor actual de la empresa siguiendo la siguiente formula:

Tabla 3-22 Formula De Cálculo De Valor Actual Empresa

	Valor Actual Periodo Explícito
+	Valor Actual Valor Residual
=	Valor Actual Empresa

Fuente: Elaboración Propia

Debemos recordar que el objetivo de nuestra valoración es obtener el valor de las acciones, y que en el Valor Actual de la empresa están tanto acciones como deuda, para ello debemos restar del valor de la empresa el valor actual de la deuda financiera neta.

Para determinar la deuda financiera neta seguiremos el esquema siguiente:

Tabla 3-23 Cálculo de la Deuda Financiera Neta

	Valor de mercado de la deuda
-	Efectivo y otros activos líquidos equivalentes
-	Inversiones financieras a corto plazo
=	Deuda Financiera Neta (DFN)

Fuente: Elaboración Propia

Restándolo como ya señalamos anteriormente:

Tabla 3-24 Fórmula del Cálculo del Valor Actual de las Acciones

	Valor Actual Empresa
-	Valor Actual DFN
=	Valor Actual de las Acciones

Fuente: Elaboración Propia

3.6.1 Posibles escenarios

A lo largo de la valoración se realizará un análisis de sensibilidad planteando diferentes escenarios, esto afectará al WACC y a la tasa de crecimiento respecto a las cuales se establecerán posibles desviaciones de la previsión que se ha obtenido actualmente. Ya que existe un factor de incertidumbre que puede variar tanto el crecimiento como el coste de capital al que se actualiza el FCF.

A continuación se detallan las características de los tres posibles escenarios:

Tabla 3-25 Tabla De Características De Los Diferentes Escenarios

Escenarios de valoración			
Escenario Optimista	En este escenario se fijará la mayor tasa de crecimiento durante el periodo explícito, y el crecimiento a perpetuidad será ligeramente superior al de los escenarios anteriores.	Escenario Neutral	Así, se tomará un crecimiento moderado para el periodo explícito, mientras que los flujos terminales evolucionarán en línea con los cálculos efectuados.
		Escenario Pesimista	Ideal para un inversor conservador que desea asumir el mínimo riesgo posible. Por ello, se considerará una tasa de crecimiento durante el periodo explícito apenas superior a la del mercado

Fuente: Elaboración Propia

3.6.1.1 Escenario Pesimista

A continuación se puede observar la tabla del periodo explícito del escenario Pesimista:

Tabla 3-26 Escenario Pesimista: Cálculo De Los Flujos Del Periodo Explícito

Escenario Pesimista	
Crecimiento	5,17%
Periodo Explícito	
FCF	
2017E	478.850,83
2018E	503.607,42
2019E	529.643,92

WACC	FCF Actualizado
13,08%	1.183.611
13,33%	1.178.522
13,58%	1.173.471
13,83%	1.168.455
14,08%	1.163.476

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

En primer lugar y tal y como se ha justificado anteriormente, se ha utilizado una tasa de crecimiento de 5,17% para el periodo explícito, en la tabla anterior se pueden observar los FCF estimados en miles de euros para los años del periodo explícito.

Posteriormente se han actualizado dichos flujos de caja a diferentes WACC para tener en cuenta posibles desviaciones que se puedan producir.

Tras esto se procederá a calcular el valor actual del valor residual:

Tabla 3-27 Escenario Pesimista: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos

Valor Actual Flujos de Caja Perpetuos					
	Crecimiento a Perpetuidad				
WACC	4,37%	4,62%	4,87%	5,12%	5,37%
13,08%	4.389.707	4.530.264	4.679.383	4.837.870	5.006.636
13,33%	4.239.037	4.371.165	4.511.104	4.659.565	4.817.354
13,58%	4.096.788	4.221.194	4.352.741	4.492.064	4.639.873
13,83%	3.962.291	4.079.603	4.203.463	4.334.433	4.473.145
14,08%	3.834.943	3.945.727	4.062.526	4.185.843	4.316.240

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

Como se puede observar se han utilizado diferentes tasas de crecimiento poniendo en la parte centra el crecimiento de la economía estimada comentada en el apartado sobre la tasa de crecimiento y realizando variaciones tanto positivas como negativas.

A su vez los flujos obtenidos con las diferentes tasas de crecimiento se han actualizado a los diferentes WACC igual que se hizo con los FCF del periodo explícito.

El siguiente paso a desarrollar ha sido sumar los FCF de los periodos tal y como explicamos en la metodología.

Tabla 3-28 Escenario Pesimista: Cálculo Del Valor De La Empresa

Escenario Pesimista: Cálculo del Valor de la Empresa					
Valor Empresa					
WACC					
13,08%	5.573.318	5.713.875	5.862.994	6.021.481	6.190.247
13,33%	5.417.559	5.549.688	5.689.626	5.838.088	5.995.876
13,58%	5.270.259	5.394.664	5.526.212	5.665.535	5.813.344
13,83%	5.130.746	5.248.058	5.371.918	5.502.888	5.641.600
14,08%	4.998.419	5.109.203	5.226.002	5.349.319	5.479.716

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

Por definición el Valor de la Empresa está formado por el valor del *equity* y el valor de su deuda.

Tabla 3-29 Escenario Pesimista: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera

Valor Deuda Financiera					
WACC					
13,08%	4.046.817	4.148.877	4.257.153	4.372.231	4.494.773
13,33%	3.933.720	4.029.659	4.131.269	4.239.068	4.353.639
13,58%	3.826.764	3.917.096	4.012.613	4.113.776	4.221.101
13,83%	3.725.463	3.810.644	3.900.579	3.995.678	4.096.397
14,08%	3.629.380	3.709.821	3.794.629	3.884.170	3.978.852

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

El valor de la deuda lo hemos calculado manteniendo la estructura financiera media que hemos comentado anteriormente y aplicando dicho porcentaje al valor total de las acciones.

Tabla 3-30 Estructura financiera

Estructura financiera	
Deuda	73%
Acciones	27%

Fuente: Elaboración Propia A Partir Del Balance De BPI De Los Últimos 5 Años

A este valor de la deuda hay que restarlo el valor de los efectivos.

Tras analizar las cuentas anuales de la compañía, y analizar los importes desglosados en su memoria hemos obtenido que:

Tabla 3-31 Efectivo de BPI

Caja	520.524
Depósitos a orden Banco Portugal	738.402
Depósitos a orden en Bancos extranjeros	1.469.253
TOTAL	2.728.179

Importe en Miles de Euros

Fuente: Cuentas Anuales BPI 2015

Los únicos efectivos a tener en cuenta en la valoración son los especificados como caja, ya que los depósitos a orden en el caso de Portugal suponen depósitos a plazo de hasta dos años y en el caso de bancos extranjeros son reservas que han sido consideradas obligatorias por el BFA.

Este importe se detrae del Valor de la Deuda obteniéndose la Deuda Financiera Neta. Obteniendo la tabla siguiente:

Tabla 3-32 Escenario Pesimista: Cálculo De La Deuda Financiera Neta

Deuda Financiera Neta					
WACC					
13,08%	3.526.293	3.628.353	3.736.629	3.851.707	3.974.249
13,33%	3.413.196	3.509.135	3.610.745	3.718.544	3.833.115
13,58%	3.306.240	3.396.572	3.492.089	3.593.252	3.700.577
13,83%	3.204.939	3.290.120	3.380.055	3.475.154	3.575.873
14,08%	3.108.856	3.189.297	3.274.105	3.363.646	3.458.328

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

Por diferencia entre el Valor de Empresa y Valor de la Deuda Financiera neta, se obtiene el objetivo del análisis que es el Valor de las acciones:

Tabla 3-33 Escenario Pesimista: Valor De Las Acciones

Valor Acciones					
WACC					
13,08%	2.047.025	2.085.523	2.126.365	2.169.774	2.215.998
13,33%	2.004.363	2.040.553	2.078.881	2.119.544	2.162.761
13,58%	1.964.019	1.998.092	2.034.123	2.072.282	2.112.766
13,83%	1.925.807	1.957.938	1.991.862	2.027.734	2.065.727
14,08%	1.889.563	1.919.906	1.951.897	1.985.673	2.021.388

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia

Este valor de las acciones se divide a su vez entre el número de acciones que se encuentran en circulación que como ya detallamos para la valoración del Valor teórico Contable es de:

1.450.976 miles de acciones, utilizamos esta escala para mantener la correspondencia con los valores anteriores que también se encuentra expresados en miles.

Tabla 3-34 Escenario Pesimista: Precio Por Acción

Valor por acción							
WACC							
13,08%	1,41	1,44	1,47	1,50	1,53		
13,33%	1,38	1,41	1,43	1,46	1,49	MIN	1,35
13,58%	1,35	1,38	1,40	1,43	1,46	MAX	1,46
13,83%	1,33	1,35	1,37	1,40	1,42	Promedio	1,40
14,08%	1,30	1,32	1,35	1,37	1,39		

Fuente: Elaboración Propia

De los valores obtenidos por acción, hemos escogido la parte central, ya que es la manera de evitar los valores extremos, obteniendo un valor en este escenario pesimista en el rango 1,35-1,46 y una media de 1,40.

3.6.1.2 Escenario Moderado

Para llevar a cabo este escenario se ha utilizado la misma metodología que en escenario pesimista, con la salvedad de las tasas de crecimiento que como se explicó en el apartado de la tasa de crecimiento es 8,29%.

Tabla 3-35 Escenario Moderado: Calculo De Los Flujos Del Periodo Explícito

Escenario Moderado	
Crecimiento	8,29%
Periodo Explícito	
FCF	
2017 E	478.851
2018 E	518.562
2019 E	561.566

WACC	
13,08%	1.217.383
13,33%	1.212.097
13,58%	1.206.850
13,83%	1.201.640
14,08%	1.196.469

Fuente: Elaboración Propia.

Fuente: Elaboración Propia.

Como se puede observar los flujos obtenidos son ligeramente superiores a los de la valoración del escenario pesimista.

Tabla 3-36 Escenario Moderado: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos

Valor Actual Flujos de Caja Perpetuos					
Crecimiento a Perpetuidad					
WACC	4,37%	4,62%	4,87%	5,12%	5,37%
13,08%	4.654.279	4.803.309	4.961.415	5.129.454	5.308.391
13,33%	4.494.528	4.634.621	4.782.993	4.940.403	5.107.701
13,58%	4.343.706	4.475.610	4.615.086	4.762.806	4.919.524
13,83%	4.201.103	4.325.486	4.456.810	4.595.674	4.742.746
14,08%	4.066.079	4.183.540	4.307.379	4.438.128	4.576.385

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

VALORACIÓN OFERTA DE OPA DE CAIXABANK SOBRE BPI

Tabla 3-37 Escenario Moderado: Cálculo Del Valor De La Empresa

Valor Empresa					
WACC					
13,08%	5.871.663	6.020.692	6.178.799	6.346.837	6.525.775
13,33%	5.706.626	5.846.718	5.995.091	6.152.500	6.319.799
13,58%	5.550.556	5.682.460	5.821.936	5.969.656	6.126.374
13,83%	5.402.743	5.527.126	5.658.451	5.797.315	5.944.387
14,08%	5.262.548	5.380.009	5.503.847	5.634.597	5.772.853

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-38 Escenario Moderado: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera

Valor Deuda Financiera					
WACC					
13,08%	4.263.447	4.371.658	4.486.460	4.608.474	4.738.401
13,33%	4.143.613	4.245.335	4.353.069	4.467.365	4.588.841
13,58%	4.030.290	4.126.066	4.227.340	4.334.601	4.448.394
13,83%	3.922.962	4.013.277	4.108.633	4.209.463	4.316.252
14,08%	3.821.165	3.906.455	3.996.374	4.091.312	4.191.701

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-39 Escenario Moderado: Cálculo De La Deuda Financiera Neta

Deuda Financiera Neta					
WACC					
13,08%	3.742.923	3.851.134	3.965.936	4.087.950	4.217.877
13,33%	3.623.089	3.724.811	3.832.545	3.946.841	4.068.317
13,58%	3.509.766	3.605.542	3.706.816	3.814.077	3.927.870
13,83%	3.402.438	3.492.753	3.588.109	3.688.939	3.795.728
14,08%	3.300.641	3.385.931	3.475.850	3.570.788	3.671.177

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-40 Escenario Moderado: Valor De Las Acciones

Valor Acciones					
WACC					
13,08%	2.128.740	2.169.558	2.212.863	2.258.887	2.307.897
13,33%	2.083.537	2.121.908	2.162.546	2.205.660	2.251.482
13,58%	2.040.790	2.076.918	2.115.120	2.155.580	2.198.504
13,83%	2.000.305	2.034.373	2.070.342	2.108.376	2.148.658
14,08%	1.961.907	1.994.079	2.027.997	2.063.809	2.101.676

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-41 Escenario Moderado: Precio Por Acción

Valor por acción							
WACC							
13,08%	1,47	1,50	1,53	1,56	1,59		
13,33%	1,44	1,46	1,49	1,52	1,55	MIN	1,40
13,58%	1,41	1,43	1,46	1,49	1,52	MAX	1,52
13,83%	1,38	1,40	1,43	1,45	1,48	Promedio	1,46
14,08%	1,35	1,37	1,40	1,42	1,45		

Fuente: Elaboración Propia.

Como se puede observar en las tablas anteriores, en este escenario la valoración nos ha llevado a un rango de 1,40-1,52 cada vez más cercano al valor teórico contable que tiene la acción y lejos de la oferta de Caixabank.

3.6.1.3 Escenario Optimista

Tabla 3-42 Escenario Optimista: Cálculo De Los Flujos Del Periodo Explícito

Escenario Optimista	
Crecimiento	10,97%
Periodo Explícito	
FCF	
2015 E	478.851
2016 E	531.371
2017 E	589.652

WACC	
13,08%	1.246.825
13,33%	1.241.367
13,58%	1.235.948
13,83%	1.230.569
14,08%	1.225.229

Tabla 3-43 Escenario Optimista: Cálculo De Los Flujos De Caja Perpetuos

Valor Actual Flujos de Caja Perpetuos					
Crecimiento a Perpetuidad					
WACC	4,87%	5,12%	5,37%	5,62%	5,87%
13,08%	5.209.552	5.385.995	5.573.882	5.774.363	5.988.748
13,33%	5.022.207	5.187.489	5.363.154	5.550.213	5.749.810
13,58%	4.845.902	5.001.010	5.165.565	5.340.458	5.526.694
13,83%	4.679.710	4.825.519	4.979.947	5.143.780	5.317.906
14,08%	4.522.805	4.660.094	4.805.265	4.959.016	5.122.133

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

VALORACIÓN OFERTA DE OPA DE CAIXABANK SOBRE BPI

Tabla 3-44 Escenario Optimista: Cálculo Del Valor De La Empresa

Valor Empresa					
WACC					
13,08%	6.456.377	6.632.820	6.820.707	7.021.188	7.235.573
13,33%	6.263.573	6.428.856	6.604.521	6.791.580	6.991.177
13,58%	6.081.850	6.236.958	6.401.514	6.576.406	6.762.642
13,83%	5.910.279	6.056.088	6.210.516	6.374.349	6.548.475
14,08%	5.748.034	5.885.323	6.030.494	6.184.245	6.347.362

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-45 Escenario Optimista: Cálculo Del Valor De La Deuda Financiera

Valor Deuda Financiera					
WACC					
13,08%	4.688.011	4.816.128	4.952.553	5.098.124	5.253.790
13,33%	4.548.016	4.668.028	4.795.579	4.931.404	5.076.333
13,58%	4.416.065	4.528.690	4.648.175	4.775.165	4.910.392
13,83%	4.291.487	4.397.360	4.509.490	4.628.451	4.754.884
14,08%	4.173.680	4.273.366	4.378.775	4.490.415	4.608.855

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-46 Escenario Optimista: Cálculo De La Deuda Financiera Neta

Deuda Financiera Neta					
WACC					
13,08%	4.167.487	4.295.604	4.432.029	4.577.600	4.733.266
13,33%	4.027.492	4.147.504	4.275.055	4.410.880	4.555.809
13,58%	3.895.541	4.008.166	4.127.651	4.254.641	4.389.868
13,83%	3.770.963	3.876.836	3.988.966	4.107.927	4.234.360
14,08%	3.653.156	3.752.842	3.858.251	3.969.891	4.088.331

Importe en Miles de Euros

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-47 Escenario Optimista: Valor De Las Acciones

Valor Acciones					
WACC					
13,08%	2.288.890	2.337.216	2.388.678	2.443.588	2.502.307
13,33%	2.236.082	2.281.352	2.329.465	2.380.700	2.435.368
13,58%	2.186.309	2.228.792	2.273.863	2.321.765	2.372.774
13,83%	2.139.317	2.179.253	2.221.550	2.266.423	2.314.115
14,08%	2.094.879	2.132.481	2.172.243	2.214.354	2.259.031

Fuente: Elaboración Propia.

Tabla 3-48 Escenario Optimista: Precio Por Acción

Valor por acción					
WACC					
13,08%	1,577	1,611	1,646	1,684	1,725
13,33%	1,541	1,572	1,605	1,641	1,678
13,58%	1,507	1,536	1,567	1,600	1,635
13,83%	1,474	1,502	1,531	1,562	1,595
14,08%	1,444	1,470	1,497	1,526	1,557

MIN	1,50
MAX	1,64
Promedio	1,57

Fuente: Elaboración Propia.

3.7 Comparativa de precios obtenidos

Tras todo el análisis realizado se ha querido resumir, los valores en una tabla con el fin de facilitar su comprensión y análisis final.

Tabla 3-49 Comparativa De Valoraciones Por Distintos Métodos

Método	Valor Obtenido	Oferta	Diferencia
Descuento Flujos			
Pesimista	1,4	1,113	25,8%
Moderado	1,46	1,113	31,2%
Optimista	1,57	1,113	41,1%
Oferta anterior	1,329	1,113	19,4%
Cotización meses	1,092	1,113	-1,8%
Valor teórico contable	1,658	1,113	49,0%

Fuente: Elaboración Propia.

Como se puede observar tan solo el valor de cotización se situaría por debajo de la oferta realizada por Caixabank A nivel estratégico puede ser una buena opción ya que el "inversor medio" utiliza generalmente la cotización de los meses anteriores como punto de referencia para la toma de este tipo de decisiones en lugar de utilizar, otros métodos de valoración.

Sin embargo, puede ser importante el valor de la oferta anterior ya que fue de un 19,4 % superior, una diferencia que es difícilmente explicable dado que lo habitual en casos de una segunda oferta es un incremento de la misma.

Por su parte en los métodos de descuento de flujos de caja, se han obtenido valores superiores a la oferta en los tres escenarios, debido en gran medida a las perspectivas económicas.

Es sorprendente observar el valor teórico contable con un valor superior al obtenido en los flujos de caja y con un margen de un 49 % sobre la capitalización de la acción. Este sería considerado por muchos un gran motivo para llevar a cabo la OPA por parte de Caixabank.

4 Conclusiones

A lo largo del presente Trabajo de Fin de Grado se han aplicado diversas metodologías, técnicas y razonamientos adquiridos durante los estudios universitarios, así como otra sería de técnicas o lógicas que aunque no han sido directamente tratadas a lo largo del Grado, sí que el interés y el descubrimiento de ellas se ha visto influido por haber cursado ciertas asignaturas de la mención en Finanzas.

Pese a ser un tema específico de la mención en finanzas, la metodología y las técnicas empleadas han requerido la utilización de nociones adquiridas en otras áreas como la contabilidad, la estadística o las matemáticas financieras.

El fin de este trabajo tal y como se expuso en el resumen inicial, es el de hallar un precio teórico para la acción del Banco BPI a fin de poder compararlo, con la oferta realizada por Caixabank, S.A

Para ello en primer lugar se expusieron el entorno en el que se enmarca la OPA, tendencias de fusiones y adquisiciones, circunstancias precedentes y demás procedimientos que se suelen llevar a cabo en los diferentes tipos de OPAS.

Tras la descripción del entorno se ha llevado a cabo la misma metodología que se utiliza para las OPAS de exclusión pese a no ser esta de ese tipo, ya que por parte del analista que ha llevado a cabo el estudio se considera que esta es la que más perspectivas ofrece.

Tal y como establece el R.D. 1066/2007 en su artículo 10 para el informe de valoración fijado por la ley 24/1988 del mercado de valores en su artículo 34.5 Se debe escoger el mayor precio obtenido:

- Valor teórico contable
- Valor Liquidativo de la sociedad
- Cotización media ponderada de los 6 meses anteriores al anuncio de la OPA
- Valor de la contraprestación ofrecida con anterioridad
- Otros métodos de valoración (Método de descuento de flujos de caja)

Es por estos motivos que a la primera conclusión que se ha llegado es la de valorar a BPI por su valor teórico contable de 1,658, atendiendo a los precios obtenidos por los diferentes métodos. .

Teniendo siempre en cuenta las limitaciones que presenta toda valoración (subjetividad, aplicación del juicio del analista...), la recomendación emitida podría ser de utilidad a múltiples usuarios, entre otros:

- Accionistas actuales de BPI: les permite saber si les conviene o no aceptar la OPA realizada por Caixabank, en base al valor teórico de las mismas. Al momento de la valoración, la elección más adecuada sería, en general, no aceptar dicha OPA, tomando las estimaciones como el precio mínimo a exigir.
- Potenciales inversores: para decidir si acometer la inversión en BPI, tomando las estimaciones de este trabajo como el precio máximo a pagar.

A la vista de los resultados, la cotización de 1,053 euros por acción supone un precio muy ventajoso al encontrarse por debajo de todos los valores obtenidos en el análisis, por lo que sería altamente recomendable comprar.

- Potenciales adquirentes (Caixabank): Podría utilizar la valoración de BPI realizada como base para la formulación de una oferta coherente.

La cotización actual de BPI y los precios objetivo determinados hacen presumir que este puede ser un momento idóneo para acometer este tipo de estrategias, antes de que suba el precio y la cantidad a pagar se incremente.

5 Bibliografía

BPI at Glance, <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?rildArea=AreaGbp&rild=BGlance>. [25 de Agosto de 2016]

Caixabank Quienes Somos, https://www.caixabank.com/informacioncorporativa/quienessomos_es.html [7 de Septiembre de 2016]

Copeland, T., Koller, T. & Murrin, J., 2004. *Valoración: medición y gestión del valor*. Barcelona: Deusto.

Cotizaciones Banco BPI, <http://es.investing.com/equities/banco-bpi> [9 de Septiembre de 2016]

Cuentas Anuales 2015 BPI, <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riLang=en> [11 de Septiembre 2016]

Damodaran, A., 2002. *Investment valuation: tools and techniques for determining the value of "any" asset*. Segunda ed. New York: John Wiley & Sons

Datos del Banco mundial, datos relativos a Angola, Portugal, Mozambique. <http://datos.bancomundial.org/?locations=AO-PT-MZ> [25 de Julio de 2016]

Fernández, P., 2005. *Guía rápida de valoración de empresas*. Barcelona: Gestión 2000.

Fernández, P., 2005. *Valoración de empresas: cómo medir y gestionar la creación de valor*. Tercera ed. Barcelona: Gestión 2000.

Five Year summary of BPI, <http://bpi.bancobpi.pt/index.asp?riLang=en> [11 de Septiembre 2016]

Informe Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review legal advisors First Quarter 2015, By Thomson Reuters*

Informe Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review legal advisors First Half 2015, By Thomson Reuters*.

Informe Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review legal advisors First Nine Months 2015, By Thomson Reuters*

Informe Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review legal advisors Full Year 2015, By Thomson Reuters*.

Informe Thomson Reuters, *Mergers & Acquisitions Review legal advisors First Quarter 2016, By Thomson Reuters*.

Informe de Valoración de Morning Star sobre BPI, <http://quotes.morningstar.com/stockq/analysisreport?t=XLIS:BPI®ion=prt&culture=en-US&productcode=MLE&cur=> [11 de Septiembre de 2016].

Mascareñas Pérez-Íñigo, J., 2011. *Fusiones, adquisiciones y valoración de empresas*. Quinta ed. Madrid: Ecobook.

Tipos de ciclos de vida, <http://www.gestiopolis.com/ciclo-de-vida-del-producto/> [1 de Agosto de 2016]